

سرمایه‌گذار ریسک‌گریز است، بدین معنی که هیچ سرمایه‌گذاری حاضر به از دست دادن اصل و منافع سرمایه‌اش نیست؛ بنابراین اگر سرمایه‌گذاری در پروژه یا شرکتی دارای ریسک باشد، در صورتی سرمایه‌گذار حاضر به سرمایه‌گذاری در آن پروژه یا شرکت خواهد بود که بازدهی متناسب یا ریسک به او اعطا شود. بنابراین سرمایه‌گذار در محاسبه نرخ بازده موردانتظارش، «صرف ریسک» (RISK PREMIUM) لحاظ می‌کند به‌طور خلاصه می‌توان گفت: صرف ریسک عبارتست از میزان پاداش اضافی اعطایی به سرمایه‌گذار، بخاطر قبول احتمال به وقوع پیوستن ضرر و زیان. به عبارت دیگر صرف ریسک عبارتست از پاداش شجاعت سرمایه‌گذار!

باتوجه به مطالب پیش‌گفته، نرخ بازده موردانتظار سرمایه‌گذار در پروژه‌های ریسک‌دار از نرخ بازده اوراق بهادار دولتی، که بدون ریسک محسوب می‌شوند، بیشتر است، چون صرف ریسک را نیز لحاظ می‌کنند، بنابراین داریم: صرف ریسک + نرخ بازده بدون ریسک = نرخ بازده موردانتظار

در این قسمت بحث را روی اوراق بهادار، بخصوص اوراق مشارکت، متمرکز می‌کنیم و به تشریح هریک از اجزاء رابطه فوق می‌پردازیم:

نرخ بازده بدون ریسک

در بسیاری از کشورها، دولتها برای تامین بخشی از منابع مالی موردنیازشان، اقدام به انتشار اوراق قرضه می‌کنند، این اوراق دارای سررسیدهای گوناگون، از چند روز تا چندین سال، است. همچنین مبلغ اسمی و نرخ بهره مشخصی دارند، از آنجا که احتمال سوخت اصل سرمایه و بهره‌های متعلقه این اوراق صفر است، نرخ بازدهی این اوراق، نرخ بدون ریسک تلقی می‌شود. دولتها برای اینکه جذابیت اوراق را بیشتر کنند و مردم را ترغیب به سرمایه‌گذاری در این اوراق کنند، نرخ تورم موردانتظار را نیز در آن لحاظ می‌کنند. به‌عنوان مثال، اگر نرخ بازدهی اوراق قرضه دولتی ۱۰٪ باشد، مطمئناً بخشی از این ۱۰٪ مربوط به تورم موردانتظار سالهای آینده است. شرکتها برای اینکه بتوانند در بازار اوراق قرضه منتشره خود را به فروش برسانند، ناگزیرند نرخ بازده بدون ریسک را به‌عنوان حداقل نرخ بهره اوراق منتشره خود تعیین، و درصدی نیز، به‌عنوان صرف ریسک، به آن اضافه کنند.

برای تامین مالی بخشی از نیازهایشان به انتشار اوراق قرضه مبادرت ورزند؛ طبق تعریف ورقه قرضه، ورقه بهادار قابل معامله‌ای است که معرف مبلغی وام یا بهره معین است و تمامی آن یا اجزایی از آن در موعد یا مواعد معینی باید مسترد شود. پس از تصویب قانون عملیات بانکی بدون ربا، معاملات اوراق قرضه، باتوجه به تعیین بهره معین، روی تشخیص داده شد و خرید و فروش آن متوقف گردید، اما در سالهای اخیر، با شناخته شدن مزایای تامین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه، دست‌اندرکاران با استعانت از متخصصان مالی و فقهی، سعی کردند اوراقی جایگزین اوراق قرضه کنند، که از طرفی رسالت آن اوراق را به دوش کشد و از طرفی دیگر با مبانی فقهی معایرتی نداشته باشد. لذا اوراق مشارکت با نرخ سود علی‌الحساب طراحی و جایگزین اوراق قرضه گردید. انتشار اوراق مشارکت طرح نواب، توسط شهرداری تهران در سال ۱۳۷۳ اولین تجربه در این زمینه به‌شمار می‌رود. از آن پس، این روش تامین مالی در دستور کار دولت و نهادهای دولتی و همچنین شرکتهای سهامی عام قرار گرفت.

در مباحث مدیریت سرمایه‌گذاری، دو مفهوم «ریسک» (RISK) و «بازده» از سایر مفاهیم کاربرد بیشتری دارند؛ از دیدگاه نظری ریسک به معنی ضرر بالقوه و قابل اندازه‌گیری سرمایه‌گذاری؛ و بازده به معنی پاداش سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذار در فرایند تصمیم‌گیری به این دو عامل مهم و کلیدی توجه خاص دارد؛ او به قصد کسب سود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کند و قبل از هرگونه اقدامی بازده سرمایه‌گذاری را برآورد می‌کند و در صورتی تصمیم خود را عملی می‌سازد که احتمال دهد بازده مناسبی عایدش خواهد شد. حال این سوال را مطرح می‌کنیم که آیا او تنها به عایدی و بازدهی توجه دارد؟ به‌عنوان مثال اگر سرمایه‌گذاری در شرکت «الف» سالانه ۳۰٪ بازدهی داشته باشد، آن را به سرمایه‌گذاری در شرکت «ب» که بازدهی سالانه‌اش ۲۰٪ است، ترجیح می‌دهد؟ برای پاسخ به این سوال، باید عامل مهم دیگری را، بجز بازدهی، مورد توجه قرار داد. ریسک عامل تعیین‌کننده است؛ بنابراین سرمایه‌گذار نه تنها بازدهی سرمایه را اندازه‌گیری می‌کند، بلکه میزان ریسک را نیز محاسبه و سپس تصمیم‌گیری می‌کند.

تجربه و تحقیقات نشان داده‌اند که

بررسی ریسک اوراق مشارکت در ایران

از: مهران جوادپور

چکیده

انتشار اوراق مشارکت، یکی از شناخته‌شده‌ترین روشهای تامین مالی به‌شمار می‌رود که از یک طرف منبع مالی مناسبی تلقی می‌شود و از طرفی دیگر، با به‌کارگیری سیاستهای صحیح، می‌تواند در کاهش تورم مفید واقع شود.

سرمایه‌گذار در صورتی حاضر به سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت است که نرخ بازدهی آن باتوجه به ریسکهای مترتب بر اوراق محاسبه و اعلام شود؛ او بایستی به ریسکهای تجاری، مالی، نرخ تورم و نرخ بهره توجه کند و در بازدهی خود آنها را لحاظ کند. این مقاله با هدف تشریح ریسکهای گوناگون اوراق مشارکت به رشته تحریر درآمده است و در آن باتوجه به شرایط اقتصادی ایران، مهمترین ریسکها موردبررسی قرار گرفته است.

اشاره

طبق قانون تجارت ایران، مصوب سال ۱۳۱۱ (هش)، شرکتهای سهامی عام می‌توانند

صرف ریسک

در اکثر کشورهای دنیا انتشار اوراق قرضه به منظور تامین مالی شرکتهای بسیار متداول است. قانون تجارت ایران نیز انتشار اوراق قرضه را برای شرکتهای سهامی عام مجاز اعلام کرده است.^(۱)

اوراق قرضه شرکتهای دارای ریسکهای مختلفی است، لذا سرمایه گذار باید قبل از خرید اوراق بهادار این شرکتهای ریسک اوراق را محاسبه کند؛ شرکتهای با توجه به نوع فعالیت و عوامل دیگر، دارای ریسکهای گوناگونی هستند که بر این اساس درجه بندی می شوند.^(۲) میزان صرف ریسکی که سرمایه گذار در نرخ بازده موردانتظار لحاظ می کند، همبستگی معکوسی با درجه اعتبار شرکت دارد، بدین معنی که هرچه درجه اعتبار شرکت بالاتر باشد، صرف ریسک لحاظ شده در نرخ بازده موردانتظار سرمایه گذار کمتر می شود و با افزایش درجه اعتبار شرکت، صرف ریسک لحاظ شده کاهش می یابد.

در فرایند تصمیم گیری برای سرمایه گذاری در اوراق بهادار شرکتهای باید به دو ریسک مهم توجه داشت: ریسک تجاری (BUSINESS RISK) و ریسک مالی (FINANCIAL RISK).

ریسک تجاری عبارتست از ریسکی که در سایه نوسان سود عملیاتی شرکت به وجود می آید. یعنی، هر قدر سود قبل از کسر بهره و مالیات شرکت بی ثبات تر باشد، ریسک تجاری بیشتر است، معمولاً ریسک تجاری را به وسیله بررسی روند سود قبل از کسر بهره و مالیات سالهای گذشته شرکت اندازه گیری می کنند. اگر شرکتی دارای ریسک تجاری بالا باشد، احتمال ورشکستگی آن شرکت و سوخت اصل و بهره سرمایه سرمایه گذاران افزایش می یابد. در شرایط عادی، این ریسک بیشتر متوجه خریداران سهام شرکت است.

ریسک مالی عبارتست از ریسکی که در سایه بدهی شرکت ایجاد می شود، به عبارت دیگر هر قدر شرکت بدهی بیشتری داشته باشد، ریسک مالی آن شرکت بیشتر است. می توان ریسک مالی را از طریق محاسبه نسبت بدهی (DEBT RATIO) شرکت و روند آن طی سالهای گذشته و مقایسه با متوسط صنعت محاسبه کرد. افزایش ریسک بدهی نیز مانند ریسک تجاری موجب افزایش احتمال ورشکستگی شرکت و سوخت اصل و بهره سرمایه گذاری می شود.

ریسک عامل تعیین کننده در امر سرمایه گذاری است

اگر شرکتی ریسک تجاری بالا داشته باشد احتمال ورشکستگی آن بسیار زیاد است.

با تشویق مردم به سرمایه گذاری در اوراق مشارکت می توان معضل اشتغال را تا حدودی حل کرد.

سرمایه گذار به فریز اندازه گیری بازدهی میزان ریسک را محاسبه و سپس برای سرمایه گذاری تصمیم گیری می کند.

سرمایه گذاری در اوراق مشارکت چنانچه قانونمند انجام شود، نقدینگی مازاد در دست مردم را به طرف سرمایه گذاریهای مولد سوق خواهد داد.

ریسک اوراق مشارکت در ایران

در سالهای اخیر، بخصوص از ابتدای برنامه اول توسعه، انتشار اوراق مشارکت بسیار رواج پیدا کرده است، البته این روش تامین مالی بیشتر توسط دولت صورت گرفته است؛ گرچه طبق قانون، شرکتهای سهامی عام نیز اجازه انتشار اوراق مشارکت دارند، اما دامنه فعالیت شرکتهای در این زمینه بسیار محدود بوده است و تنها شرکت ایران خودرو اقدام به انتشار اوراق مشارکت کرده است، لذا در این مبحث تنها به بررسی ریسک اوراق مشارکت دولتی می پردازیم.

زمانی که واژه ریسک سرمایه گذاری را به کار می بریم، بلافاصله احتمال سوخت اصل یا بهره سرمایه به ذهنمان خطور می کند؛ می دانیم اوراق مشارکت دولتی از این ریسک مصون است، اما نکته ظریف و قابل توجه این است که سوال کنیم: کدام اصل و بهره؟ اصل و بهره سرمایه به قیمت اسمی یا واقعی؟ سرمایه گذاری در اوراق مشارکت دولتی تنها ما را از ریسک سوخت اصل

و بهره سرمایه به قیمت اسمی مصون نگه می دارد. برای شرح بهتر موضوع، به انواع ریسکی که بر این اوراق حاکم است، نظری می افکنیم:

۱- ریسک تورم: در شرایط تورمی، قدرت خرید پول کاهش می یابد، بنابراین کسی که قبلاً اوراق مشارکت خریداری کرده است، با افزایش نرخ تورم، متضرر می شود چون سود اوراق مشارکت ثابت است و در مقاطع سه ماهه یا شش ماهه پرداخت می گردد. در ایران نرخ سود اوراق مشارکت ۱۹ تا ۲۰ درصد است. بنابراین، به عنوان مثال کسی که اوراق ۱۰۰۰۰۰۰ ریالی چهار ساله با نرخ ۲۰ درصد سالانه خریداری کرده است و کوپنهای سود آن شش ماهه است، در هر مقطع، ۱۰۰۰۰۰۰ ریال سود دریافت خواهد کرد و مجموعاً هشت مقطع دریافت سود در پیش خواهد داشت، در صورتی که نرخ تورم مثلاً ۵ درصد بیشتر از زمانی شود که او اوراق را خریداری کرده، در واقع سود واقعی او حدود ۱۵ درصد سالانه خواهد بود. یعنی قدرت خرید مبلغ سودی که دریافت می کند، سالانه حدود ۵ درصد کاهش می یابد. اصل سرمایه وی نیز در معرض ریسک تورم قرار دارد، بدین معنی که در شرایط تورمی قدرت خرید ۱۰۰۰۰۰۰ ریالی در چهار سال بعد، کاهش خواهد یافت. مثلاً اگر نرخ تورم طی مدت چهار سال ۲۵ درصد افزایش یافته باشد. و هر واحد کالای «الف» در ابتدای چهار سال قبل به قیمت ۱۰۰۰۰۰۰ ریال به فروش می رسیده، سرمایه گذار می توانست در آن زمان ۱۰ واحد از کالای مزبور را خریداری کند، اما با تورم بیست و پنج درصدی، او حالا می تواند فقط ۸ واحد از کالای مزبور را خریداری کند. بنابراین ۲۰ درصد از قدرت خرید اصل سرمایه وی کاسته شده است:

$$\frac{1000000}{1+25\%} = 800000$$

یعنی ۱۰۰۰۰۰۰ ریال وی اکنون فقط قدرت خرید ۸۰۰۰۰۰ ریال چهار سال پیش را دارد. در اکثر کشورها، هنگام انتشار اوراق قرضه، نرخ بهره را به گونه ای محاسبه و اعلام می کنند که نه تنها نرخ تورم جاری را پوشش دهد بلکه نرخ تورم مورد انتظار آینده نیز پوشش داده شود. در ایران نرخ سود اوراق مشارکت معمولاً نزدیک به نرخ سود سپرده های بانکی است، که ۱۸/۵٪ است. یک تا یک و نیم درصد سود اضافی^(۳) موجب جذابتر شدن سرمایه گذاری در اوراق مشارکت نسبت به سپرده گذاری در بانک

می‌شود.

سوال مهمی که در اینجا مطرح می‌شود این است که با وجود اینکه نرخ سود اوراق مشارکت در حدود نرخ تورم، و یا حتی کمتر از آن است، چرا مردم تمایلی بسیاری به سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت نشان می‌دهند و در چند روز اول، کلیه اوراق به فروش می‌رسد؟ در پاسخ باید گفت که احتمالاً نبود بازار متشکل کارآی سرمایه و عدم امنیت سرمایه‌گذاری در بورس و ریسک بالای آن و همچنین عدم شناخت مردم از بورس، آنها را به طرف سرمایه‌گذاری در اوراق مشارکت سوق می‌دهد. در کشورهای پیشرفته، تحقیقات نشان داده است که مردم در شرایط تورمی، از اوراق بهادار با درآمد ثابت به طرف خرید سهام روی می‌آورند. چون معمولاً در شرایط تورمی، قیمت سهام در بازار افزایش می‌یابد و تأخردی جبران کاهش قدرت خرید پول را می‌کند اما به دلایل پیش گفته در ایران چنین تمایلی وجود ندارد. خلاصه اینکه چون مردم راهی بهتر نمی‌یابند، به طرف این سرمایه‌گذاری روی می‌آورند. سرمایه‌گذاری به شکل ثبت نام برای پیش خرید اتموبیل‌های تولید شرکت‌های ایرانی نیز چنین وضعی دارد. این شرکتها قیمت فروش اتموبیل را در هنگام تحویل به مشتری، باتوجه به نرخ بازار تعیین می‌کنند و بدین وسیله ریسک افزایش قیمت بازار را به مشتری انتقال می‌دهند و مشتری تنها به نرخ سود ۱۸ درصد سالانه دلخوش است، اما تفسیر قیمت بازار، از زمان ثبت نام تا زمان تحویل، عملاً سود او را از بین می‌برد.

متأسفانه به دلایل پیش گفته، در بسیاری از مواقع شاهد سرمایه‌گذاری مردم در داراییهای غیرمولد هستیم. سرمایه‌گذاری در سکه، طلا، اتومبیل، خانه، زمین و غیره غیرمولد تلقی می‌شوند، زیرا بدون ایجاد ارزش افزوده تنها به تورم دامن می‌زنند و تقاضای کاذب ایجاد می‌کنند. اما سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، اگر به شکلی صحیح و قانونمند صورت گیرد، نقدینگی سازاد در دست مردم را به طرف سرمایه‌گذاریهای مولد سوق می‌دهد و تقاضای کاذب را کاهش و عرضه را افزایش می‌دهد و مهمتر از همه اینکه اشتغال ایجاد می‌کند و معضلی، که کشورمان شدیداً با آن دست به گریبان است را از بین می‌برد؛ و یا به حداقل می‌رساند.

۲ - ریسک نرخ بهره: در پی افزایش نرخ تورم، نرخ بهره نیز افزایش می‌یابد و همین امر موجب

کاهش قیمت اوراق مشارکتی می‌شود که قبلاً منتشر شده است، چون نرخ سود اوراق مشارکت طی عمر مفید خود تغییر نمی‌کند اما اگر نرخ بهره طی سالهای آتی افزایش یابد و اوراق مشارکت جدید با نرخ سود جدید منتشر شود، جذابیت اوراق قبلی از بین می‌رود و دارندگان آن در صورتی موفق به فروش اوراق خود قبل از سررسید می‌شوند که قیمت آن را باتوجه به نرخ بهره جدید محاسبه و اعلام کنند، به‌طور کلی ارزش اوراق مشارکت از طریق رابطه زیر به دست می‌آید:

$$P = \left[\sum_{i=1}^n \frac{I_i}{(1+k)^i} \right] + \frac{C}{(1+k)^n}$$

P ارزش اوراق مشارکت

I: درآمد اوراق در یک دوره

K: نرخ بازده موردانتظار

C: ارزش اسمی اوراق

n: سررسید اوراق

باتوجه به رابطه فوق به راحتی می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش نرخ بهره در بازار، K افزایش می‌یابد و باعث کوچکتر شدن P می‌شود.

ذکر این نکته ضروری است که اوراق مشارکتی که تا به حال در ایران منتشر شده است از این ریسک مصون است، چون خریداران این اوراق می‌توانند در هر زمانی که قصد فروش داشته باشند با مراجعه به بانک اصل سرمایه و سودهای معوقه را به شکل روزشمار تا زمان فروش دریافت کنند، لذا ارزش این اوراق همیشه مساوی مبلغ اسمی آنهاست. □

پی‌نوشتها:

۱ - ماده ۵۱ قانون تجارت

۲ - در کشورهای پیشرفته صنعتی موسساتی وجود دارند که به تجزیه و تحلیل و درجه‌بندی شرکت‌های سهامی، از لحاظ ریسک، می‌پردازند. STANDARD & POOR'S, MOODY'S دو موسسه مشهور در زمینه درجه‌بندی شرکتها به‌شمار می‌روند.

۳ - سود سپرده‌های بانکی از مالیات معافند اما اوراق مشارکت با نرخ ۲۰ درصد مشمول ۱ درصد مالیاتند، بنابراین نرخ سود موثر اوراق مشارکت ۱۹ درصد است، لذا ملاحظه می‌شود که اوراق مشارکتی که معاف از مالیاتند، با نرخ ۱۹ درصد منتشر می‌گردند؛ لذا می‌توان گفت نرخ سود اوراق مشارکت به ظاهر نیم درصد از سود سپرده‌ها بیشتر است. در اینجا باید به نکته دیگری دقت کرد: سود بانکی ماهانه به حساب سپرده‌گذار واریز می‌گردد. بنابراین براساس ارزش زمانی پول می‌توان گفت

نرخ سود موثر سالانه بانکی برابر است با ۲۰/۱۵ درصد، چون داریم:

$$1 + \frac{20}{15} = 1.1333$$

حتی اگر کوپنهای سود اوراق مشارکت سه ماهه باشد، نرخ سود موثر سالانه اوراق به ترتیب زیر به دست می‌آید:

$$1 + \frac{20}{15} = 1.1333$$

بنابراین عملاً تفاوت سود سپرده‌های بانکی با سود اوراق مشارکت برابر با ۰/۲۵ درصد است:

$$1.1333 - 1.075 = 0.0583$$

البته روابط فوق در صورتی صادق است که سرمایه‌گذار بتواند سودهای دریافتی را مجدداً با نرخ قبلی سرمایه‌گذاری کند.

از آنجا که شرح مطالب فوق، نوعی مقایسه بین اوراق مشارکت و سپرده‌های بانکی به ذهن متبادر می‌سازد، لازم است ذکر کنیم که داوطلبان اوراق مشارکت در هر زمانی که قصد فروش اوراق را داشته باشند، می‌توانند با مراجعه به بانک اصل سرمایه و سودهای معوقه خود را دریافت کنند اما سپرده‌های پنج ساله با نرخ ۱۸/۵٪ چنین ویژگی را ندارند. اگر سپرده‌گذار قبل از پایان پنج سال برای فسخ قرارداد سرمایه‌گذاری اقدام کند، نرخ سودش ۱۸/۵٪ نخواهد بود و بنابه زمان فسخ، درصدی از آن کاهش می‌یابد، که این موضوع خود می‌تواند به‌عنوان مزیتی برای اوراق مشارکت برشمرده شود. □

منابع و مآخذ

- ۱ - جهانخانی، دکتر علی و دکتر علی پارسائیان. بورس اوراق بهادار. چاپ اول، تهران: انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۱۳۷۴.
- ۲ - جهانخانی، دکتر علی و دکتر علی پارسائیان. مدیریت سرمایه‌گذاری و ارزیابی اوراق بهادار. چاپ اول، تهران: انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، ۱۳۷۶.
- ۳ - جهانخانی، دکتر علی و دکتر علی پارسائیان. فرهنگ اصطلاحات مالی. چاپ اول، تهران: موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی، ۱۳۷۵.
- ۴ - جوادپور، مهرا. بررسی رابطه بین تغییرات نماگرهای پیشرو اقتصادی و تغییرات شاخص قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۰۹، زمستان ۱۳۷۴ و بهار ۱۳۷۵.
- ۵ - حقیقی، محمدعلی و اکرم هادیزاده. ۸۵۰۰ واژه و اصطلاح مدیریت و حسابداری. چاپ اول، تهران: ترمه، ۱۳۷۲.
- ۶ - دوانی، غلامحسین. مجموعه قوانین تجاری. چاپ سوم، تهران: انتشارات کیومرث ۱۳۷۶.
- 7 - ROBERT CHIGGINS ANALYSIS FOR FINANCIAL MANAGEMENT. SECOND EDITION. TOKYO JAPAN 1969.

● مهراں جواه‌پور: کارشناس ارشد مدیریت مالی و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی